

学籍番号：CD132002

銀行-企業間関係と企業の財務的意思決定

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融 専攻

岩木 宏道

銀行-企業間関係と企業の財務的意思決定

岩木 宏道

1. 背景と目的

本論文の目的は、銀行と企業間のリレーションシップの存在が企業の資金調達や投資の面にどのような影響を与えるかについて、公開企業を対象として分析することである。

日本において企業向け銀行貸出と公募社債の直近の残高合計をみると、前者が約 460 兆円である一方で後者は約 58 兆円であり、銀行の貸出市場規模が社債市場規模に比して大きな比率を占めていることがわかる。このような背景から、日本は金融システムに関して銀行中心型であると見なされ、特に銀行-企業間関係の研究の対象国として数多く取り上げられてきた。

銀行機能の便益に着目して研究を行ったものとして Hoshi et al. (1991)があるが、同論文の中では銀行-企業間関係で負の側面があることも指摘している点は注目に値する。現在の日本の公開企業において Hoshi et al. (1991)が示唆するように、銀行-企業間関係の負の側面であるホールド・アップ問題が観察できるのか否かはいまだ興味深い実証的課題である。

確かに、資本市場の自由化の流れの中で、1996 年 1 月に正式に公募社債発行に関する規制である「適債基準」が廃止されたことにより、現在では全ての規制が撤廃されている。しかし、公募社債発行に当たっては、事実上 BBB 格付け以上が必要であり、負債に関する資金調達に関し多くの企業で銀行に頼らざるを得ない状況が続いている。本論文では、このような日本の今日の状況の中で、銀行の公開企業向け貸出行動が企業の資金調達や投資といった財務的意思決定に及ぼす影響について実証的に検証を行う。

一般に、銀行の情報生産機能は、情報の非対称性が大きい企業ほど当該機能が有効に発揮される。しかし、本論文が分析対象とする公開企業でも、その潜在的有効性が否定されるわけではない。公開企業は監査法人による財務監査が義務付けられ、四半期ごとの財務情報開示がなされるなど、未公開企業と比して情報の非対称性は格段に低いと見なされているものの、それでも銀行とのリレーションシップが銀行と企業双方にとって重要であると考えられる。第一の理由は、企業の財務諸表が企業の実態全てを網羅しているわけではないからである。第二の理由は、特に、日本では銀行のローンは転売されることがないため、銀行が保有するローンについてモニタリングする必要があるからである。

このように、日本では公開企業に対してであっても、銀行の融資行動において銀行-企業間のリレーションシップは欠かせないものとなっているはずである。問題は、銀行-企業間のリレーションシップに付随して発生する上述のようなコスト（ホールド・アップ問題）が存在し、時として企業にとって便益を上回る懸念が存在する点にある。本論文では、銀行と企業との間でのリレーションシップを通じて発生する便益とコストの存在及び両者の関

係性に注目しながら検証を行っていく。

本論文の構成は以下の通りである。第 2 章では、銀行依存型企業が公募負債市場へのアクセスを有する企業との比較において負債水準の観点からいかなる差異が生じているのかについて、2008 年の金融危機時を自然実験として用いることで検証する。第 3 章では、銀行依存型企業がホールド・アップ問題に直面している可能性について、公募負債を利用している企業との対比の中で検証する。第 4 章では、銀行依存型企業サンプルを用いて、取引銀行の集中度の相違が企業の投資行動にどのような影響を生じさせているのかについて検証する。第 5 章では、公開企業に対する銀行の貸出行動をどのように定義し、認識することができるのかについて検証を行う。そして、第 6 章では、本論文の結論を述べる。

2. 第 2 章の要旨

第 2 章の目的は、負債に関する企業の資金調達手段として銀行借入と公募負債が存在する中、負債調達先の相違が企業の資金調達行動にいかなる影響を生じさせるのかという論点に対し検証を行うことにある。具体的な検証においては、2008 年の世界金融危機を外生ショックとして捉え自然実験の手法を用いて分析を行う。

銀行借入と公募負債（公募社債ならびにコマーシャル・ペーパー）は定義の上では「負債」であるが、様々な点で相違が存在する。第 1 に、調達の方法という面からは、銀行借入は個々の銀行が貸出先企業に関しての信用や融資回収可能性について精査を行ったうえでなされる相対取引であるのに対して、公募社債は証券会社を介して不特定多数の投資家から調達される。第 2 に、モニタリングの面からは、銀行借入の場合は銀行自身によってなされるのに対して、公募負債は格付け機関など第三者による場合がほとんどである。その結果、資金供給者が入手できる情報も銀行借入の場合は銀行自身が情報生産を行うことが出来るため、公開情報のみならず私的情報も入手可能であるが、公募社債の保有者である場合は投資先企業に関する公開情報が中心となる。第 3 に、企業向け債権の所有構造という点では、銀行借入は集中しているのに対して、公募負債は分散している。

上述にあるような銀行借入と公募負債が企業の資金調達行動にもたらす影響の差異について検証を行うため、第 2 章では 2008 年 9 月に起きた米国大手証券会社リーマン・ブラザーズの破綻（以下、破綻に伴う経済的ショックを含めて「リーマン・ショック」という）に着目する。リーマン・ショックに着目する理由は、それが米国に端を発し日本国内の需要とは関係なく発生しているという点で外生的ショックとみなすことが出来るからである。

実証分析では、銀行依存型企業と公募負債市場へのアクセスを有する企業との間で、リーマン・ショック前後の負債水準の変化について Difference-in-differences 推計を行った。

検証の結果、リーマン・ショック後における負債水準は、公募負債市場へのアクセスを有する企業に比して銀行依存型企業の方がより大きな負の影響を受けていた。さらに、内生性の可能性を考慮した検証手法を採用しても結果は変わらなかった。ただし、プロペンシティ・スコア・マッチングの検証を行った結果では、リーマン・ショック発生日の次年度

となる 2009 年度においてより強く差が生じるとの結果が得られた。また、追加的検証として負債の満期に与える影響を検証したところ、銀行依存型企業が短期負債を有意に増加させていることがわかった。以上の結果からは、負債調達市場の分断が企業の資金調達活動に有意に異なる影響を生じさせており、銀行依存型企業が負債調達における制約に直面していることが示唆される。

検証結果は、比較的健全に機能していたと考えられる日本の銀行システムでさえリーマン・ショックの負の影響を受け、結果として銀行依存型企業の資金調達面にも負の影響が波及していたという点で、経済活動における銀行負債供給チャネルの重要性を明らかにするものである。

3. 第 3 章の要旨

第 3 章の目的は、企業が銀行から借入するに当たって直面する費用面に着目し、企業の投資行動に影響が及んでいるのかどうかという点について日本の公開企業を対象に検証を行うことにある。

Sharpe (1990)及び Rajan (1992)によれば、銀行は企業への貸出を通じた情報生産活動を行う反面、まさにその情報生産活動が貸出先企業に関する銀行の情報独占を生む。特に、企業が既存借入先銀行に負債の調達を依存すればするほど、企業は銀行に拘束されるような状態（ロック・イン）となる。このとき、銀行は企業側からレントを追加的に搾取することができるようになるが、企業側のレントが削減されることは企業の努力インセンティブを低下させることとなってしまう（ホールド・アップ問題）。Rajan (1992)は、ホールド・アップ問題を緩和するための方策として、公募負債市場へのアクセスを有することが有効に機能すると指摘する。

日本の公開企業を対象として銀行依存型企業と公募負債市場へのアクセスを有する企業との間での投資率の推移を比較してみると、2000 年以降、ほぼ一貫して銀行依存型企業の平均的投資率が公募負債市場へのアクセスを有する企業の平均的投資率を下回っている。このようなことから、必ずしも銀行依存型企業は銀行との取引関係から便益を受けているとは限らないように見える。むしろ、銀行依存型企業は、投資支出の観点から、相対的に制約に直面している可能性が示唆される。しがたって、前章までで触れているように、日本の企業金融の中で銀行借入が果たす役割は今日においても依然として大きいことを考慮すると、Rajan (1992)の指摘するホールド・アップ問題が日本の企業金融の中で存在しているかどうかについては、今後の日本の金融システムを考える上で必要な検証対象である。

銀行の企業情報独占を通じて生じるホールド・アップ問題に関する研究は日本内外で先行研究が存在する。しかし、第 3 章での研究は Rajan (1992)のモデルにできるだけ忠実に従い、銀行と関係において発生する公開企業の潜在的なホールド・アップ問題を分析することに特徴がある。換言すれば、Rajan (1992)のモデルを実証的に検証する試みでもある。Rajan (1992) は、銀行から調達する資金が短期である場合、企業がプロジェクトの継続を

銀行と交渉する際に銀行側が優位な交渉力を用いることができるため、銀行に依存している企業が潜在的なホールド・アップ問題に直面しているとする。

このような Rajan (1992)の理論的予測を実証的に検証するため、第 3 章では短期銀行負債比率が企業の投資行動にどのように影響するのかについて分析した。第 3 章の検証結果では、次のことがわかった。企業における短期銀行負債比率が上昇するに従い、銀行依存型企業は投資の減少に直面する一方、公募負債へのアクセスを有すると当該減少は緩和される。この結果については統計的にも経済的にも有意であり、Rajan (1992) による予測と整合的である。また、企業が銀行依存型であるか公募負債市場へのアクセスを有するかの違いにより、投資行動の面で持続的な差異が生じている点に関し、第 3 章での結果は銀行と企業間に存在するホールド・アップ問題の観点から一定の説明を与えるものである。

4. 第 4 章の要旨

第 4 章の目的は、複数の銀行取引関係あるいはその集中度が企業の投資行動にどのような影響を生じさせているかについて、特に銀行依存型企業に焦点を当てて分析を行うことにある。

Rajan (1992) は、取引銀行の複数化によるホールド・アップ問題の解消あるいは軽減に対しては懐疑的であり、実際の企業向け銀行融資慣行では協調(Collusion)が発生するため、複数銀行との取引関係を有するとしても、情報独占に伴うホールド・アップ問題の解消は困難としている。そのため、第 3 章におけるホールド・アップ問題の検証では、銀行依存型企業ごとに複数銀行との取引関係の状態が異なっていたとしても、それらが企業の投資行動にどのような影響を生じさせるかについては実証分析の対象としなかった。しかし、次のような疑問が残っていた。すなわち、複数銀行との取引がある場合に、個々の取引銀行からの借入状況の相違は企業が直面するホールド・アップ問題の深刻度に影響を及ぼすことは本当にならないのかどうかという点である。より具体的に考えると、複数銀行からの借入をしている場合でも、その中のある 1 銀行から大部分の借入をしていることと、均等に借入をしていることの間で、企業が直面するホールド・アップ問題の深刻度に差異が生じる可能性については無視できるのであろうかという疑問点である。第 4 章では、このような疑問に対し、分析を試みる。

第 4 章の特徴は次の 2 点にある。第 1 は、銀行の貸出先企業におけるホールド・アップ問題を企業の投資活動の観点から分析を試みている点である。企業価値創出の源泉が投資活動にあるにもかかわらず、ホールド・アップ問題に関する先行研究の中で当該問題が企業の投資活動へ及ぼす影響に着目したものは Houston and James (2001)を除き、わずかである。Rajan によれば、大企業であれば企業の努力インセンティブ低下は投資活動によって顕在化するはずである。したがって、Rajan (1992)が提起したホールド・アップ問題を実証的に検証するにあたっては、投資行動に着目することは重要である。第 2 は、企業にとっての主

要な取引銀行の位置づけを考慮している点である。取引銀行が複数であるとしても、トップ一位と二位のシェアの相対規模によって、企業行動への影響が異なる可能性がある。そのため、取引銀行数のみならず、企業ごとの銀行集中度も重要になってこよう。

第 4 章の貢献はこのような先行研究におけるギャップに着目し、銀行集中度と銀行取引数が投資との関係においていかなる影響を生じさせるのかについて、日本の公開企業のほとんどを占める銀行依存型企業を対象にし、銀行属性やメインバンクの融資シェア、資金調達制約、内生性といった観点を考慮に入れて詳細な分析を試みている点にある。複数銀行との取引関係がホールド・アップ問題の緩和に寄与することを実証した Houston and James (1996, 2001) の発見に対し、第 4 章は取引銀行の集中度へも着目し投資との関係においてホールド・アップ問題を検証している点で補完的研究と位置づけられる。

第 4 章での検証の結果、取引銀行の分散化は特に成長機会の豊富な企業において投資が促進される一方、成長機会が低い企業においてはむしろ取引銀行の集中化による便益がホールド・アップのコストに勝ることが発見された。この発見は、銀行による情報生産や企業との密接なリレーションシップの存在が、企業の置かれた状況により異なる価値を有し、結果として企業の投資行動へ異なる影響を生じさせることを示唆する。さらに追加的検証の結果、サブメインと考えられる銀行のシェアが拡大することにより、メインバンクによる情報独占の弊害も緩和されることもわかった。

5. 第 5 章の要旨

第 5 章の第 1 の目的は、銀行の融資姿勢に関する不透明性や変化が企業の中でもとりわけ情報の非対称性が緩和された公開企業にどのような影響を及ぼすのかという点について、負債に関する資金調達行動を通じて検証することにある。第 2 の目的は、公開企業が銀行から借り入れるに際しての銀行－企業間の取引形態について検証することにある。

銀行の企業向け貸出に関し、先行研究では二つの形態が存在することがわかっている。一方はトランザクション型貸出であり、他方はリレーションシップ型貸出である。仮に、公開企業に対する銀行の融資姿勢において、財務諸表等のハード情報を基礎としたトランザクション型貸出が支配的になっているならば、一銀行の融資姿勢変化が企業に及ぼす影響は軽微であるはずである。なぜなら、企業側の財務情報自体に変化がない場合、他の銀行が代替的役割を果たすと考えられるからである。しかし、情報の非対称性が緩和された公開企業に対する銀行の貸出であつてもリレーションシップ型貸出に依存しているならば、銀行融資姿勢の変化は企業の負債調達面に影響を及ぼさざるを得ないであろう。例えば、企業の財務状況が悪い場合であっても、既存融資実行銀行が経営者の能力を評価し、貸出は実現し得る。このような場合においては、当該貸出が継続されるか否かは融資実行銀行が同様の与信判断をし続けるか否かに左右されよう。さらに、銀行融資に関する不確実性が惹起される状況下では、企業は資金調達意思決定において影響を受ける可能性がある。ところが、先行研究では、公開企業と銀行との関係におけるこれらの問題意識に対して、明確

な答えを提示する研究はわずかであった。そこで、第 5 章は、これらの論点に対し、戦後類を見ない規模の大銀行破綻となった日本長期信用銀行(以下、「LTCB (The Long-Term Credit Bank of Japan)」という)の事例を元に、実証的検証を試みるものである。

第 5 章での検証の結果、LTCB の破綻前に同行との一定の顧客関係を有していたと考えられる企業は、公的管理経営の下、LTCB との顧客関係がなくなることによってレバレッジの低下に直面し、顧客関係継続企業との間で負債調達に関する有意な差が存在していたことがわかった。一方で、リップルウッドへの経営権移譲による企業の負債水準への影響は、顧客関係継続有無とは無関連であった。これらの結果より、公的管理期間においては、企業側が LTCB の融資方針の見通しに関する不確実性に直面し、それ以前のリレーションシップ型貸出の影響を受けていたものの、リップルウッドへの変更後はトランザクション型貸出に移行したことを企業側も認識して行動した可能性が示唆される。

第 5 章の貢献は、日本の公開企業における銀行-企業間関係の位置づけの再定義を行った点が挙げられる。Hoshi, Kashyap, and Scharafstein (1991)は、80 年代半ば以降の資本市場自由化が進展した日本の大企業において、「銀行離れ」が進むと述べているが、90 年代末においても典型的な銀行-企業間関係は依然としてリレーションシップ型貸出が支配的であったという証拠を第 5 章は提示している。さらに、Fukuda and Koibuchi (2006, 2007)らの発見する「ショック療法」は企業の負債調達制約を伴うものではなかったという点で、彼らの研究を補完している。

6. 結論

本論文では、日本の公開企業において格付けが BBB 未満の企業は銀行借入に頼る以外に選択肢がないという点に着目し、公募負債市場へのアクセスを有する企業との対比を通じて、資金調達制約、銀行のホールド・アップ問題、銀行-企業間関係に関する実証分析を行った。

まず、第 2 章では、銀行依存型企業が公募負債市場へのアクセスを有する企業との間で負債利用において制約に直面しているかどうかについて検証した。その結果、銀行依存型企業は金融危機後、公募社債市場へアクセスを有する企業に比して負債水準低下に直面していたことがわかった。第 3 章では、銀行依存型企業が公募負債市場に比して平時でも投資率が低い状態にある点に着目し、銀行依存型企業は銀行からのホールド・アップ問題に直面しているのではないかという問題意識の下、検証を進めた。検証の結果、企業が負債に関し銀行依存である場合は短期銀行負債比率上昇とともに投資を減少させるが公募負債市場へのアクセスを有すると当該減少が緩和されるという仮説と整合的な結果を得た。第 4 章では、第 3 章で行った検証において浮上した課題について取り組んだ。第 4 章での検証の結果、銀行とのリレーションシップが企業に便益をもたらすかあるいはホールド・アップ問題のようなコストを生じさせるかどうかは、企業が置かれた状況に依存するということがわかった。第 5 章では、これまでの検証で前提としてきた公開企業における銀行とのリレーション

シップ関係の存在に対する直接的な検証を行った。その結果、企業は LTCB との顧客関係喪失により、負債水準下落に直面したことがわかった。したがって、前章までの検証での前提条件を確認することが出来た。追加的な検証の結果、外資系投資会社への移行期間では、旧 LTCB との取引関係喪失有無は負債水準と無関連となっていた一方、他の企業の財務変数の説明力が高まっていた。

以上から得られる示唆は次の 4 点である。

第 1 に、銀行負債に依存していることは銀行貸出行動を通じた影響を受け、企業の資金アベイラビリティにも影響を生じさせる。第 2 に、銀行は企業とのリレーションシップを通じて企業側に負担を生じさせることがあり、その結果として企業にとっての投資減少につながることもあり得る。第 3 に、「観察できる成長機会」が低い企業の場合は、銀行とのリレーションシップの重要性が高まる。第 4 に、公開企業であっても銀行とのリレーションシップに基づく貸出が確かに存在していた。しかし、財務諸表に基づいた銀行貸出を行う場合であっても、公開企業は必ずしも負債に関するアベイラビリティに支障をきたさない。